

Der Open-Access-Publikationsserver der ZBW – Leibniz-Informationzentrum Wirtschaft  
*The Open Access Publication Server of the ZBW – Leibniz Information Centre for Economics*

Kasper, Wolfgang

Working Paper

## Internationale Währungspolitik: Ein Überblick über die Reformdiskussion und eine Zwischenbilanz

Kieler Diskussionsbeiträge, No. 1

**Provided in cooperation with:**  
Institut für Weltwirtschaft (IfW)



Suggested citation: Kasper, Wolfgang (1969) : Internationale Währungspolitik: Ein Überblick über die Reformdiskussion und eine Zwischenbilanz, Kieler Diskussionsbeiträge, No. 1, <http://hdl.handle.net/10419/48001>

**Nutzungsbedingungen:**

Die ZBW räumt Ihnen als Nutzerin/Nutzer das unentgeltliche, räumlich unbeschränkte und zeitlich auf die Dauer des Schutzrechts beschränkte einfache Recht ein, das ausgewählte Werk im Rahmen der unter

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen> nachzulesenden vollständigen Nutzungsbedingungen zu vervielfältigen, mit denen die Nutzerin/der Nutzer sich durch die erste Nutzung einverstanden erklärt.

**Terms of use:**

*The ZBW grants you, the user, the non-exclusive right to use the selected work free of charge, territorially unrestricted and within the time limit of the term of the property rights according to the terms specified at*

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen>  
*By the first use of the selected work the user agrees and declares to comply with these terms of use.*

# KIELER DISKUSSIONSBEITRÄGE

zu aktuellen wirtschaftspolitischen Fragen

1

## Internationale Währungspolitik

– Ein Überblick über die Reformdiskussion und eine Zwischenbilanz –

von Wolfgang Kasper

### AUS DEM INHALT

- Bei der NEUORDNUNG DES WELTWÄHRUNGSSYSTEMS in Bretton Woods dachte man an viel häufigere Wechselkursanpassungen, als in der währungspolitischen Praxis nach dem Kriege vorgenommen wurden.
- Wie die ERFAHRUNGEN MIT DEM BRETTON-WOODS-SYSTEM gezeigt haben, besteht die Neigung, daß weltweiten Inflationstendenzen durch Mobilisierung und Ausweitung der internationalen Liquidität Raum gegeben wird, weil die LASTEN DER ANPASSUNG durch interne Nachfragesteuerung allgemein als unzumutbar empfunden werden.
- Weil in den letzten Jahren internationale Währungskrisen immer wiederkehrten und weil deshalb eine neue Welle des Dirigismus im internationalen Verkehr zu befürchten ist, sind zahlreiche VORSCHLÄGE ZUR EINFÜHRUNG EINER LIMITIERTEN FLEXIBILITÄT ausgearbeitet worden, die darauf hinauslaufen, einen Teil der Anpassungslast auf den Wechselkurs zu verlegen und die Wechselkursänderungen so zu regeln, daß sie allmählich und in Grenzen vorhersehbar bleiben und damit nicht desintegrierend wirken.
- In den Vorschlägen werden zahlreiche GESTALTUNGSMÖGLICHKEITEN sichtbar, über die es politische Entscheidungen vorzubereiten gilt. Auch sind noch etliche EINZELPROBLEME zu lösen.

Die Diskussion über Wechselkursflexibilität dürfte jedenfalls nicht länger bei der Frage stehenbleiben, ob die D-Mark limitiert flexibel gemacht werden soll oder nicht. Sie müßte vielmehr in erster Linie darüber geführt werden, wie limitiert flexible Wechselkurse für die Bundesrepublik am besten in die Tat umgesetzt werden können.

Bag 3502 Weltwirtschaft  
Kiel W. 14.10.69.

INSTITUT FÜR WELTWIRTSCHAFT KIEL · SEPTEMBER 1969

Die Kieler Diskussionsbeiträge wenden sich an die wirtschaftspolitisch interessierten Freunde des Instituts für Weltwirtschaft. In den Beiträgen, die in unregelmäßiger Folge erscheinen sollen, erörtern Mitarbeiter des Instituts Fragen von allgemein wirtschaftspolischem Interesse.

# Internationale Währungspolitik

— Ein Überblick über die Reformdiskussion und eine Zwischenbilanz — \*

1. Das heutige Weltwährungssystem ist etwa seit 1964 immer häufiger von Beobachtern, auch solchen außerhalb des rein akademischen Bereichs, kritisiert worden. Die Serie der internationalen Währungskrisen seit der Pfundabwertung im November 1967 hat - auch bei politisch Verantwortlichen und in der breiteren öffentlichen Meinung - neue und grundsätzliche Zweifel hervorgerufen, ob das Bretton-Woods-System die internationalen Währungsbeziehungen in der integrierten Gemeinschaft der westlichen Länder überhaupt noch sachgerecht regeln kann. Während bis etwa 1967 überwiegend die Auffassung vorherrschte, das Bretton-Woods-System habe sich gut bewährt, ist seither das Lager derer rasch gewachsen, die die Nachteile abrupter Paritätsänderungen hervorheben und die befürchten, daß ein Festhalten an der heutigen internationalen Währungsordnung die Freiheit des internationalen Handels und Kapitalverkehrs eher gefährden als fördern werde. Und immer mehr setzt sich die Überzeugung durch, daß elastischere Regelungen für Wechselkursanpassungen gefunden werden müssen.
2. Wie ist es zu diesem Meinungsumschwung gekommen?  
Welche Lösungen werden zur Zeit von den Experten diskutiert?  
Welche Probleme sind noch offen?

Diese Fragen zu beantworten, ist Zweck des vorliegenden Papiers.

## Die Neuordnung des Weltwährungssystems

3. Die institutionellen Grundlagen des heutigen internationalen Währungssystems wurden vom 1. bis 22. Juli 1944 auf der Konferenz von Bretton Woods (New Hampshire, USA) gelegt.

Der Konferenz waren drei Jahre lange Diskussionen vorausgegangen: Seit 1941 überlegten sich John Maynard Keynes im britischen Schatzamt und - zunächst unabhängig davon - einige Beamte im amerikanischen Finanzministerium, wie das internationale Währungssystem nach dem Kriege geordnet werden sollte, damit nicht wieder - wie in den dreißiger Jahren - administrative Kontrollen und Valutadumping die Nutzung der Vorteile internationaler Arbeitsteilung erschwerten.

Die Diskussion vor und während der Konferenz von Bretton Woods wurde im wesentlichen von Keynes und Harry Dexter White, dem Chef der amerikanischen Delegation, bestimmt. Amerikaner und Briten waren sich einig, daß die Wechselkurse grundsätzlich durch staatliche Instanzen fixiert sein sollten. Weiterhin war man sich einig, daß Devisenkontrollen über die Zahlungen aus dem Warenhandel und Dienstleistungsverkehr abgeschafft und daß neue Liquiditätsregelungen zur Überbrückung kurzfristiger Zahlungsbilanzdefizite gefunden werden sollten.

---

\* Ich danke Herrn Professor Herbert Giersch und meinen Kollegen Juergen B. Donges, Gerdard Fels, Lotte Müller-Ohlsen, Hans Joachim Paffenholz und Uwe Westphal für zahlreiche kritische Kommentare zu früheren Entwürfen.

4. In der Diskussion dieser Vereinbarungen kam es zu Meinungsverschiedenheiten zwischen der britischen und der amerikanischen Delegation:
- Als "économie dominante" und zukünftiges Gläubigerland bestanden die Vereinigten Staaten, die damals im Besitz von fast zwei Dritteln des monetären Goldes waren, darauf,
    - o daß die zentrale Rolle des Goldes (und damit des Dollars) nicht durch eine "synthetische" Reserveeinheit aufgeweicht würde,
    - o daß Ziehungen auf den Fonds als genehmigungspflichtiges Privileg (und nicht als automatisches Recht) des Schuldners definiert würden<sup>1</sup>,
    - o daß die nationalen Instanzen nicht einem supranationalen Fonds untergeordnet würden und
    - o daß die Wechselkurse möglichst fixiert sein sollten.
  - Als prospektive Schuldernation erstrebte Großbritannien dagegen
    - o die Schaffung einer neuen auf Kredit bestehenden internationalen Reserveeinheit (Bancor), die die Rolle des Goldes nach und nach schmälern würde,
    - o automatische Ziehungsrechte auf einen internationalen Fonds,
    - o eine "Clearing Union", einen Fonds als Zentralbank der Zentralbanken, und
    - o die Möglichkeit häufigerer Paritätsänderungen durch die souveräne Entscheidung der nationalen Regierungen.
5. In ihrem Kern richteten sich die Diskussionen vor der Konferenz von Bretton Woods auf die Frage, wann die Paritäten geändert werden sollten und welche Anpassungslast man bei außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten auf die interne Nachfragesteuerung verlagern sollte. Dies ist auch 25 Jahre später noch das zentrale Problem der Währungspolitik.

Während White in dem ersten Entwurf des Plans, der seinen Namen trägt, den einzelnen Nationen überhaupt kein souveränes Recht zu Wechselkursänderungen zubilligen wollte<sup>2</sup>, war die Einstellung der Briten - trotz erheblicher Vorbehalte gegen das Instrument der Wechselkurspolitik - "flexibler". Dieser Unterschied läßt sich zum Teil aus der währungspolitischen Tradition der beiden Länder erklären: Während die USA 1934 nach dem Zusammenbruch des Goldstandards den Dollar als 1/35 Unze Feingold definiert hatten, hatte Großbritannien den Pfundpreis freigegeben (fixe Paritäten gab es nur zu den Währungen des Empire).

White sah bald ein, daß sein ursprünglicher Plan für andere Länder nicht akzeptabel war. Er strebte deshalb in späteren Entwürfen den Kompromiß an, daß ein Land die Erlaubnis haben solle, die Parität seiner Währung grundsätzlich nur bei einem "fundamentalen Ungleichgewicht" der Zahlungsbilanz zu ändern.

6. Die britische Haltung zum Wechselkursproblem war von der Furcht geprägt, Großbritannien könne nach dem Kriege erneut durch Zahlungsbilanzschwierigkeiten daran gehindert werden, eine expansive Vollbeschäftigungspolitik zu verfolgen. Um jedoch einem Valutadumping vorzubeugen, ist im "Keynes-Plan", in dem die britischen Vorstellungen niedergelegt sind, von der Notwendigkeit einer "ordentlichen" Bestimmung der Wechselkurse und von Auf- und Abwertungen bei mehr als vorübergehenden

<sup>1</sup> Es ist sicherlich kein Zufall, daß die USA die Schaffung umfangreicher automatischer Sonderziehungsrechte vorantreiben, nachdem sie Defizitland geworden sind.

<sup>2</sup> Richard N. GARDNER: Sterling-Dollar Diplomacy, Oxford 1956, S. 74. - Die USA hätten nach dem ersten Planentwurf von White durch die Stimmverteilung im Fonds, als einziges Land, praktisch ein Vetorecht bei allen Paritätsänderungen gehabt.

Ungleichgewichten die Rede: Wenn ein Land im Durchschnitt eines Jahres mit mehr als der Hälfte seiner Quote bei der "Clearing Union" im Defizit oder Überschuß ist, solle es ab- oder aufwerten dürfen<sup>1</sup>. Keynes dachte vor allem daran, unterschiedliche Trends in der Entwicklung der Lohnkosten durch eine stufenflexible Anpassung der Wechselkurse auszugleichen. So schrieb er z. B. während der amerikanisch-britischen Diskussionen über Währungspolitik in einem Brief an Jacob Viner: "... exchange depreciation is not at all a good way of balance of trade unless the lack is due to ... the movement of efficiency wages in one country out of step with what it is in the others"<sup>2</sup>.

7. Als den Briten während der Verhandlungen über die Währungspläne im Frühjahr 1944 klar wurde, daß sie eine umfangreiche und automatisch verfügbare Liquiditätsausstattung der neuen Währungsbehörde nicht durchsetzen konnten, versuchte Keynes, möglichst flexible Regeln für die Anpassung der Wechselkurse zu erreichen, um so den Spielraum für die nationale Wirtschaftspolitik zu erweitern<sup>3</sup>. In den weiteren Verhandlungen, bei denen sich die amerikanische Delegation im wesentlichen durchsetzte, erreichten die Briten nur, daß eine Klausel über die Verpflichtungen zur Anpassung der internen Wirtschaftspolitik in Defizitländern gestrichen und daß der Textentwurf des Abkommens vage formuliert wurde<sup>4</sup>. Lord Keynes konnte jedenfalls in seiner berühmt gewordenen Rede vor dem Oberhaus am 23. Mai 1944 versichern, das neue System werde den Fondsmitgliedern nicht so untragbare Anpassungslasten auferlegen, wie sie der Goldstandard mit sich gebracht habe<sup>5</sup>. Er interpretierte die wechselkurspolitische Konzeption des Bretton-Woods-Abkommens wie folgt: "... instead of maintaining the principle that the internal value of a national currency should conform to a prescribed de jure external value, it provides that its external value should be altered if necessary so as to conform to whatever de facto internal value results from domestic policies, which themselves shall be immune from criticism by the Fund"<sup>6</sup>.

Der Außenwert der Währungen wurde in der Praxis nach dem Abkommen von Bretton Woods allerdings nicht so oft an die binnenwirtschaftlichen Notwendigkeiten angepaßt, wie dies Keynes vorgeschwebt hatte. Denn im Kompromiß von Bretton Woods waren weder feste Zwänge zur internen Anpassung vorgesehen wie etwa im Goldstandard noch operationale Kriterien für die externe Anpassung über den Wechselkurs.

- 
- <sup>1</sup> UK GOVERNMENT: Proposals for an International Clearing Union, London 1943. Ziffern II 8 (b) und II 9.
- <sup>2</sup> Letter to Viner, June 9th, 1943. Zitiert nach GARDNER (op. cit.), S. 90.
- <sup>3</sup> Keynes hatte ursprünglich an eine Fondsliquidität von \$ 26 Mrd. gedacht; tatsächlich konzedierte das Gläubigerland USA \$ 8,8 Mrd.
- <sup>4</sup> Der Expertenentwurf, über den in Bretton Woods verhandelt wurde, ist publiziert in: UK GOVERNMENT: Joint Statement by Experts on the Establishment of an International Monetary Fund. London (April) 1944. Die endgültige Fassung siehe: Abkommen über den Internationalen Währungsfonds. In: BUNDESGESETZBLATT, Jahrgang 1952, Teil II, S. 638 ff.
- <sup>5</sup> UK PARLIAMENT, HOUSE OF LORDS: "International Monetary Fund", 131 H. L. Debate, 838-849 (23rd May 1944). - Vgl. auch: John M. KEYNES: The International Monetary Fund. In: SEYMOUR H. HARRIS (ed.): The New Economics. London 1949, S. 376.
- <sup>6</sup> UK PARLIAMENT, HOUSE OF LORDS: op. cit., S. 846.

## Die Erfahrungen mit dem Bretton-Woods-System

8. Der neu gegründete Internationale Währungsfonds nahm im März 1947 seine Tätigkeit in Washington auf. Seine Aufgabe war es vor allem, die internationale Zusammenarbeit in Währungsfragen zu erleichtern, zum Abbau der Devisenkontrollen beizutragen und begrenzte Liquiditätshilfen bei kurzfristigen Defiziten zu geben. In den ersten Jahren seines Bestehens spielte der Fonds eine so geringe Rolle, daß viele schon seine Auflösung erwarteten<sup>1</sup>. So hatte Frankreich im Januar 1948, dem IWF-Abkommen entsprechend, den Fonds vor einer beabsichtigten Franc-Abwertung zwar wenigstens konsultiert, doch die Kritik des Fonds an den Begleitmaßnahmen zur Abwertung hatte nur zu einem ergebnislosen Streit zwischen dem Fonds und der französischen Regierung geführt, aus dem ersichtlich wurde, daß die großen Mitglieds-länder nicht gewillt waren, ihre monetäre Souveränität aufzugeben. Die britische Regierung hatte die Pfundabwertung um 30,5 v. H. im September 1949 dem Fonds - entgegen dem Abkommen - nur noch mitgeteilt, ohne um vorherige Konsultationen nachzusuchen. Und als Kanada 1950 flexible Wechselkurse einführte, nahm der IWF dies ohne nachdrücklichen Protest zur Kenntnis.

Die eigentliche Idee des Fonds - freie Konvertibilität des Zahlungsverkehrs für Handel und Dienstleistungen in multilateraler Zusammenarbeit und ohne Valutadumping (beggar-my-neighbour) zu gewährleisten - konnte in den ersten Nachkriegsjahren nicht zum Tragen kommen,

- weil fast alle Mitglieder die Ausnahmeregel des Artikels XIV in Anspruch nahmen; Artikel XIV ließ Beschränkungen der Konvertibilität in einer Übergangszeit von fünf Jahren zu (die Frist wurde stillschweigend verlängert) und
- weil alle Verhandlungen über internationale Liquidität wegen der "Dollarlücke" den Charakter bilateraler Gespräche zwischen den (zumeist europäischen) Schuldnerländern und der amerikanischen Regierung hatten.

Der Fonds begann erst eine wirkliche Rolle im internationalen Währungsgeschehen zu spielen, nachdem er 1956 erstmals größere Liquiditätshilfen gewährt hatte (an England und Frankreich, die durch den Suezfeldzug in Liquiditätsnot geraten waren).

9. Die markanteste Wende der internationalen Währungsgeschichte der Nachkriegszeit kam, als die europäischen Länder, die ihre Zahlungen bis dahin über die Europäische Zahlungsunion abgewickelt hatten, im Dezember 1958 die freie Ausländerkonvertibilität für kommerzielle Transaktionen einführten<sup>2</sup> (Europäische Währungsabkommen).

Der Übergang zur Konvertibilität in Europa wurde durch das Ende der "Dollarlücke" möglich. Während bis dahin Dollars im kriegszerstörten Europa "knapp" waren, flossen nun den europäischen Ländern mehr Dollars zu, als ihre Bürger in den USA bei den herrschenden Preisverhältnissen ausgeben wollten. Anhaltende Defizite in der amerikanischen Zahlungsbilanz begannen das Vertrauen in den Dollar - d. h. in die Konstanz der 1934 festgesetzten Parität von 1/35 Unze Feingold = 1 Dollar - zu schwächen. Die amerikanischen Defizite lösten grundlegend neue Entwicklungen aus:

<sup>1</sup> So steht ein Kapitel in dem interessanten Buch über die Vorgeschichte und das Entstehen des Bretton-Woods-Abkommens von Richard N. GARDNER (Sterling-Dollar Diplomacy, Oxford 1956) unter der Überschrift "The End of Bretton Woods".

<sup>2</sup> Die freie Inländer-Konvertibilität - daß Inländer unbegrenzt ausländische Valuten kaufen dürfen - ist bis heute de facto nur in wenigen Ländern, wie in der Bundesrepublik und der Schweiz, hergestellt.

- Die Goldnachfrage stieg in Erwartung einer Abwertung des Dollars (Erhöhung des Goldpreises) beträchtlich an, die Vereinigten Staaten drängten infolgedessen ihre europäischen Partner dazu, den von Roosevelt fixierten Goldpreis mitzugarantieren. Durch die Bildung des inzwischen wieder aufgelösten Goldpools<sup>1</sup> im Jahre 1961 konnten sich die Vereinigten Staaten dem Zahlungsbilanzzwang mit fremder Hilfe teilweise entziehen.
  - Der IWF mußte eine große Ziehung der Vereinigten Staaten gewärtigen, während seine Rolle bis dahin im wesentlichen darin bestanden hatte, Defizitländern Dollars zu vermitteln. Dies führte im Jahre 1962 zu einer Sonderabmachung von zehn der größten Fondsmitglieder, den Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV), nach denen die Unterzeichnerländer<sup>2</sup> dem IWF gegebenenfalls zusätzliche Währungsreserven in Höhe von \$ 6 Mrd. zur Verfügung stellen.
10. Die Praxis, daß die Defizitländer mit ihrem politischen Gewicht eine Ausweitung der internationalen Liquidität zu erreichen suchten, setzte sich bis in die Gegenwart fort:
- Dadurch, daß sich die Notenbanken wechselseitig immer neue Kreditlinien einräumten (swaps), wurde der "Notfall", in dem die Wirtschaftspolitik eines Landes zwischen interner Anpassung oder Wechselkursvariationen hätte wählen müssen, hinausgeschoben. Die Deutsche Bundesbank hatte bis Anfang September für DM 19,1 Mrd. "Eventualliquidität" zugesagt; das Swapvolumen der Federal Reserve Bank belief sich im März 1969 auf \$ 10,5 Mrd.<sup>3</sup>
  - Seit Mitte der sechziger Jahre bemühte man sich, ein zusätzliches, beliebig vermehrbares Reservemedium zu schaffen; denn man befürchtete, daß bei anhaltenden amerikanischen Überschüssen Devisenmangel eintreten könnte<sup>4</sup>. Die Bemühungen führten zur Schaffung der Sonderziehungsrechte (SZR), die in vielem Züge des von Keynes ursprünglich anvisierten "Bancor" tragen.

Die Sonderziehungsrechte werden voraussichtlich erstmals 1970 aktiviert, entgegen der ursprünglichen Absprache, daß die SZR erst geschaffen werden sollten, wenn die amerikanische Zahlungsbilanz ausgeglichen ist. In den Jahren 1970 bis 1972 wird die internationale Liquidität durch die SZR voraussichtlich um \$ 9,5 Mrd. ausgeweitet werden; das sind etwa 15 v. H. der bisherigen Reserven an internationaler Liquidität<sup>5</sup>.

11. Schon in einer Zeit, in der die Voraussetzungen für das friedensmäßige Funktionieren des internationalen Währungssystems gerade geschaffen waren (weitgehend liberalisierter internationaler Handel und Übergang zur freien Konvertibilität der wichtigsten Währungen), wurde es unter dem Druck der Defizite der Schlüsselwährungsländer grundlegend modifiziert: Dadurch, daß neue Liquiditätsspielräume für die Defizitländer geschaffen wurden, wurde der Zwang zur Anpassung gemildert,

<sup>1</sup> Mitglieder: Bundesrepublik Deutschland, Italien, Holland, Belgien, Schweden, USA, Vereinigtes Königreich; Frankreich trat im Sommer 1967 wieder aus dem Goldpool aus.

<sup>2</sup> Goldpoolländer, außerdem Japan und Kanada.

<sup>3</sup> Handelsblatt vom 1.9.1969. - FEDERAL RESERVEBANK of New York: Monthly Review, Vol. 51, No. 3, New York (März) 1969, S. 44.

<sup>4</sup> Propagiert hat dies vor allem Robert TRIFFIN (Gold and the Dollar Crisis. New Haven 1960).

<sup>5</sup> Neue Zürcher Zeitung vom 30. Juli 1969. - Siehe auch: Emil KÜNG: Die neuen "Sonderziehungsrechte" des Internationalen Währungsfonds. In: Weltwirtschaftliches Archiv, Band 101 (1968). S. 160 ff.

noch bevor die Wirtschaftspolitiker und die Öffentlichkeit in der westlichen Welt gelernt hatten, was es für die nationale Wirtschaftspolitik bedeutete, daß die Volkswirtschaften offen geworden waren<sup>1</sup>. Statt den Kurs der nationalen Konjunkturpolitik an der Zahlungsbilanz auszurichten oder aber die Parität zu ändern, konnte man sich dank der erleichterten Defizitfinanzierung weiterhin so verhalten, als ob die Volkswirtschaften wie in den dreißiger, vierziger und fünfziger Jahren noch halb autark seien.

12. Durch Ausweitung und Mobilisierung von internationaler Liquidität können die Devisendefizite zwar kurzfristig gedeckt werden, möglicherweise wird die Anpassung noch aufgeschoben, aber ein echtes internationales Gleichgewicht erreicht man dadurch nicht. Da man aber vor der Alternative Wechselkursänderung oder zahlungsbilanzkonforme Wirtschaftspolitik zurückschreckte, versuchte man in fast allen westlichen Ländern schon bald nach der Liberalisierung und dem Übergang zur freien Konvertibilität, sich dem Druck von Zahlungsbilanzungleichgewichten wieder durch dirigistische Eingriffe zu entziehen. Damit opferte man - ganz im Gegensatz zu den erklärten Bestrebungen von Bretton Woods und zu den erfolgreichen Bemühungen der Nachkriegszeit - Vorteile der internationalen Arbeitsteilung einem vordergründigen Ausgleich der Devisenbilanzen beziehungsweise den fixierten Paritäten. Während man zunächst mit Interventionen fast ausschließlich in den internationalen Kapitalverkehr eingriff, - so etwa die amerikanische "Zinsausgleichsteuer" und die westdeutsche "Kuponsteuer" - ist seit 1967 vermehrt auch wieder direkt in den freien Verkehr von Waren und Diensten eingegriffen worden, so zum Beispiel:
- Reisedevisen für Auslandstouristen werden seit der Pfundabwertung für britische und seit den Unruhen im Sommer 1968 für französische Bürger nur beschränkt zugeteilt.
  - Entwicklungshilfe wird von immer mehr Ländern und internationalen Organisationen nur mit der Auflage gewährt, daß die Empfänger in einem bestimmten Land kaufen<sup>2</sup>.
  - Die Vereinigten Staaten beschränkten den Import von Stahl mit einem Selbstbeschränkungsabkommen.
  - Importkontingente und Exportsubventionen wurden von Frankreich nach den Unruhen im Mai 1968, im Gegensatz zum Geist des EWG-Vertrages und trotz Protesten der EWG-Kommission, eingeführt.
  - Die USA führten im August 1968 einen Vergeltungszoll gegen subventionierte Importe aus Frankreich ein, Großbritannien im November 1968 gegen Kühlschränke aus Italien.
  - In Großbritannien werden Exporte durch Sonderkredite gefördert, die Einfuhrgenehmigungen werden seit November 1968 nur gegen Vorauszahlungen (Import Deposit Scheme) gewährt.
  - Die Bundesrepublik differenzierte die eben erst eingeführte Mehrwertsteuer im November 1968 zu Lasten der Exporte und zugunsten der Importe.

<sup>1</sup> Während der fünfziger und frühen sechziger Jahre wurde der Zahlungsbilanzzwang auch deswegen noch nicht so deutlich sichtbar, weil ein Teil des Anpassungsbedarfs durch Vorleistungen in der Liberalisierung gedeckt worden ist. Die westdeutschen Liberalisierungsmaßnahmen in den fünfziger Jahren kamen zum Beispiel in ihrer Wirkungsweise Aufwertungen in kleinen Stufen gleich.

<sup>2</sup> Dadurch, daß die Entwicklungsländer die Mittel nicht frei am Weltmarkt verwenden können, kaufen sie schätzungsweise um ein Drittel teurer ein. - Vgl. James E. MEADE: Exchange-Rate Flexibility. In: Three Banks Review, Nr. 70. (Juni) 1966, S. 5.



13. Daß sich die Währungskrisen seit der Pfundabwertung von 1967 trotz der liquiditätspolitischen Notenbankkooperation und trotz gezielter Eingriffe gehäuft haben (siehe "Chronologie der Währungskrisen" auf Seite 8), erklärt sich wie folgt:
- Die Pfundabwertung hatte das Mißtrauen jener bestärkt, die den Versicherungen über die Konstanz der vor vielen Jahren fixierten Paritäten nicht mehr geglaubt hatten und die sich statt dessen, marktkonform, gegen Währungsänderungsrisiken abzusichern suchten.
  - Die immer raschere Inflation in den Vereinigten Staaten zerstörte alle Hoffnungen auf eine Verbesserung in der amerikanischen Zahlungsbilanz und bestärkte Erwartungen, daß die Preisbindung für das Gold bald nicht mehr aufrechterhalten werden könne.
  - Die Mairevolte hatte Frankreich in das Lager der inflationierenden Defizitländer überwechseln lassen.
  - Die Bundesrepublik hatte sich mit einer einseitig auf die Notenbank gestützten, 1966/67 jäh wirksamen Restriktionspolitik weniger als alle anderen Länder an die "Regeln" einer zahlungsbilanzkonformen Konjunkturpolitik gehalten und sich trotzdem geweigert - wie es nach der Konzeption des Bretton-Woods-Abkommens vorgesehen gewesen wäre - die DM-Parität anzupassen.

Eine Wertung dieser Umstände im Sinne einer Schuldzurechnung scheint nicht möglich, denn auf einen allgemein verbindlichen und auch nur annähernd einheitlichen Standard von großen wirtschaftspolitischen Zielen hat sich die westliche Welt nicht einigen können.

14. Fünfundzwanzig Jahre Währungspraxis nach dem Bretton-Woods-Abkommen haben erwiesen, daß die einzelnen Völker, deren Wertungen und Traditionen aus unterschiedlichen Erfahrungen erwachsen, nicht bereit sind, den Kurs ihrer Wirtschaftspolitik dem Zwang der Zahlungsbilanz unterzuordnen. Und in der Tat bedeutete die Rückkehr zu den Zwängen des Goldstandards in einer Zeit, in der die Sicherung eines hohen Beschäftigungsgrades zu den anerkannten Aufgaben des Staates gehört, daß einzelnen Ländern entgegen dem Willen der Bürger und entgegen den jeweiligen wirtschaftspolitischen Möglichkeiten Deflations- und Inflationsimport aufgezwungen würde. So müßte zum Beispiel wahrscheinlich auch in Zukunft
- Großbritannien das Vertrauen der privaten Investoren wegen wiederkehrender Zahlungsbilanzdefizite mit einer Politik des "Stop-and-Go" erschüttern, obwohl die Erfahrungen mit der Deflationspolitik nach dem ersten Weltkrieg und der Massenarbeitslosigkeit in den dreißiger Jahren das öffentliche Bewußtsein in Großbritannien geprägt haben;
  - die Bundesrepublik immer wieder Schübe von importierter Inflation hinnehmen mit der Gefahr nachteiliger Folgen für das soziale Klima und die politische Stabilität.

#### Die Lasten der Anpassung

15. Unter dem Eindruck der Krisen dringen Zusammenhänge, die vor Bretton Woods unter dem Schlagwort "adjustment problem" diskutiert wurden, wieder in das Bewußtsein der breiteren Öffentlichkeit. Mit anderen Worten: erst durch die Krisen beginnt man allgemein zu lernen, daß wir nicht mehr isoliert in einzelnen Volkswirtschaften leben, sondern wieder in einer verbundenen Weltwirtschaft. Noch von den Vätern von Bretton Woods war eifrig diskutiert worden, ob die Beseitigung eines Zahlungsbilanzungleichgewichts zu Lasten binnenwirtschaftlicher Ziele

CHRONOLOGIE DER WÄHRUNGSKRISEN  
VON DER PFUNDABWERTUNG 1967 BIS ZUR FRANCAWERTUNG 1969

1967

18. 11. Großbritannien wertet das Pfund unter dem Druck einer Spekulationswelle von bis dahin nicht dagewesener Stärke um 14,5 v. H. ab. 25 andere Länder folgen. Dies löst eine Welle der Goldnachfrage aus. (November-Krise 1967)
26. 11. Die Notenbankgouverneure des Zehnerclubs diskutieren in Frankfurt über den Goldpreis. Präsident Johnson bestätigt "erneut und unzweideutig die Bereitschaft der Vereinigten Staaten, Gold zum gegenwärtigen Preis von 35 Dollar pro Unze zu kaufen und zu verkaufen".

1968

1. 1. Zahlungsbilanzprogramm Johnsons: Die US-Zahlungsbilanz soll um \$ 3 Mrd im Jahr 1968 verbessert werden. Die bisher freiwilligen Abkommen über den Kapitalexport werden von Zwangsmaßnahmen abgelöst.
27. 2. Kanada muß \$ 426 Mill auf den IWF ziehen, nachdem der kanadische Dollar durch das US-Zahlungsbilanzprogramm unter Spekulationsdruck gekommen ist.
10. 3. Die zehn Mitglieder des Goldpools garantieren den Goldpreis.
15. 3. Londoner Goldmarkt wird geschlossen, nachdem in den ersten 2 1/2 Monaten 1968 Gold für rund \$ 1,5 Mrd aus den zentralen Währungsreserven der Goldpool-Länder abgeflossen war. (März-Krise 1968)
16. 3. Eine eilig zusammengerufene Tagung der Goldpool-Länder in Washington beschließt auf Betreiben der USA, den Goldpool aufzulösen und den Dollarpreis freizugeben, ausgenommen im Verrechnungsverkehr zwischen den Notenbanken, wo die 34 Jahre alte Gold/Dollar-Parität aufrechterhalten bleiben soll. - Neue Hilfsaktion für das Pfund wird vereinbart (\$ 4 Mrd). Die Vereinigten Staaten geben - gezwungen durch den Schwund ihrer Goldreserven - die gesetzliche Deckungspflicht für den Notenumlauf auf.
- 29./30. 3. Zehnergruppe beschließt in Stockholm über die definitive Ausgestaltung der Sonderziehungsrechte.
- Mitte Mai: Die Unruhen in Frankreich und die anhaltenden westdeutschen Zahlungsbilanzüberschüsse verursachen einen Run auf die DM. (Mai/Juni-Krise 1968)
27. 5. Nach den Abkommen von Grenelle sollen die französischen Löhne um rund 15 v. H. erhöht werden.
31. 5. Frankreich führt eine Devisenzwangswirtschaft ein. Importkontingente und Exportsubventionen treten in Kraft.
4. 6. Großbritannien muß für 50 v. H. von Hongkongs offiziellen Sterlingguthaben eine Dollargarantie abgeben.
19. 6. Großbritannien erhält vom IWF einen neuen Kredit in Höhe von \$ 1,4 Mrd.
4. 7. Frankreich verschärft die Devisenkontrollwirtschaft und erhält IWF-Kredit über \$ 745 Mill.
8. 7. Großbritannien erhält in Basel von zwölf Notenbanken einen - erstmals auf mittlere Frist (10 Jahre) garantierten - neuen Standby-Kredit über \$ 2 Mrd, damit es den Sterlingblockländern für deren Guthaben den geltenden Sterling/Dollar-Kurs garantieren kann.
10. 7. Frankreich erhält für weitere \$ 1,3 Mrd. kurzfristige Swapzusagen.
23. 7. Die EWG-Kommission genehmigt nachträglich die französischen Importkontingente und Exportsubventionen.
1. 11. Frankreich hebt Importkontingente auf.
13. 11. Der französische Ministerrat beschließt Sparprogramm und lehnt eine Francabwertung ab.
- 16./17. 11. Notenbankgouverneure beraten in Basel ohne Ergebnis; die Nervosität an den Devisenmärkten nimmt zu.
20. 11. Die Devisenbörsen in Westdeutschland, Großbritannien und Frankreich werden auf drei Tage geschlossen. Eine Konferenz der Zehnergruppe wird nach Bonn einberufen. Die bisherigen Paritäten werden aufrechterhalten. Westdeutschland führt stattdessen eine diskriminierende 2- bzw. 4-prozentige Importsubvention und Exportsteuer ein. (November-Krise 1968)
21. 11. Frankreich erhält einen Beistandskredit von \$ 2 Mrd. Die Devisenkontrollen werden, verschärft, wiedereingeführt.
22. 11. Großbritannien erschwert mit dem "Import Deposite Scheme" die Einfuhren.

1969

9. 5. Um eine neue Spekulationswelle in die D-Mark abzufangen, bekräftigt die Bundesregierung erneut ihren Willen, die D-Mark nicht aufzuwerten. (Mai-Krise 1969)
9. 8. Die französische Regierung wertet den Franc unerwartet um 12,5 v. H. ab, behält die Devisenkontrollen aber aufrecht.
28. 8. Frankreich werden von IWF und befreundeten Notenbanken neue Liquiditätshilfen über \$ 2,6 Mrd in Aussicht gestellt.

(Vollbeschäftigung, Preisniveaustabilität) gehen oder mit Hilfe einer Wechselkursveränderung erreicht werden sollte. Diese grundlegende Frage war aber fast in Vergessenheit geraten, nachdem die internationale Verflechtung durch die große Depression und den Weltkrieg verringert und der Anpassungszwang durch die "Liberalisierungsschaukel" während der fünfziger Jahre gemildert worden war.

16. Die Antwort auf die Frage der Anpassung bestimmt zugleich die Wahl der Währungsordnung. Dies wird deutlich durch einen Vergleich der beiden Extremfälle einer Währungsordnung: dem Goldstandard und einem System völlig freier Wechselkurse.
- Im Goldstandard sind die Wechselkurse dadurch festgelegt, daß für die einzelnen Währungen Goldparitäten unverrückbar definiert sind und daß die Wechselkurse nur innerhalb eines engen Bandes frei beweglich sind. In diesem System müssen die einzelnen Länder die binnenwirtschaftlichen Ziele dem Ziel des Zahlungsbilanzausgleichs bedingungslos unterordnen. Entsteht etwa ein Zahlungsbilanzungleichgewicht, so paßt sich das Land entsprechend mit der Beschäftigung, den Löhnen und den Preisen an. Imflationsimport mit Überbeschäftigung oder Deflationsimport mit Massenarbeitslosigkeit sind die Folge.
  - Bei frei flexiblen Wechselkursen kann ein Zahlungsbilanzungleichgewicht gar nicht erst entstehen, denn der Wechselkurs kann Divergenzen zwischen internem und externem Preis- und Lohnniveau pari passu wieder ausgleichen. Statt allen Preisen ändert sich nur einer, der Wechselkurs. Die Anpassungslast braucht nicht auf die internen Zielsetzungen verlegt zu werden. Der Grad der Beschäftigung und das Preisniveau können somit nach den Zielvorstellungen und Realisierungsmöglichkeiten in einem jeden Land gesteuert werden.

17. Die ursprüngliche Konzeption von Bretton Woods war eine Mischlösung,
- bei der der Zwang zu kurzfristiger Anpassung aufgehoben werden und
  - bei der der Ausgleich längerfristiger Ungleichgewichte durch konstatierende und international abgestimmte Wechselkursanpassungen bewerkstelligt werden sollte.

Dagegen hat die internationale Währungspraxis ein System entwickelt, in dem der Anpassungszwang durch die Mobilisierung und Ausweitung der internationalen Liquidität gelockert und aufgeschoben und in dem der Ausgleich auch längerfristiger Ungleichgewichte zumeist über die inflationäre Anpassung des internen Preis- und Kostenniveaus in den Überschußländern an das der Defizitländer vollzogen wird. Dieser Prozeß ist wegen der Erfahrungen während der Weltwirtschaftskrise in den Defizitländern und wegen der politischen Machtverteilung zwischen Überschuß- und Defizitländern nicht umkehrbar. Da die inflationären Übertragungsprozesse mit Verzögerungen wirken (zumal wenn der Zahlungsbilanzdruck durch Liquiditätsvermehrung gemildert worden ist), kommt es im heutigen Währungssystem zu langanhaltenden Ungleichgewichten, die Spekulationswellen und dirigistische Kontrollen mit der Folge einer Fehlallokation von Ressourcen induzieren.

18. Die Befürworter einer grundlegenden Reform des internationalen Währungssystems suchen solchen Fehlentwicklungen dadurch zu wehren, daß sie einen größeren Teil der Anpassungslast auf den Wechselkurs verlegen wollen. Denn:
- Es hat sich erwiesen, daß die Konzessionsbereitschaft bei den binnenwirtschaftlichen Zielsetzungen gering geblieben ist. Es gilt heute allgemein, was Keynes 1944 zu Protokoll gab:

"... We are determined that, in future, the external value of sterling shall conform to its internal value as set by our own domestic policies, and not the other way round. Secondly, we intend to retain control of our domestic rate of

interest, so that we can keep it as low as it suits our own purpose, without interference from the ebb and flow of international capital movements and flights of hot money. Thirdly whilst we intend to prevent inflation at home, we will not accept deflation at the dictate of influences from outside"<sup>1</sup>.

- Wechselkursvariationen können internationale Divergenzen in den Kosten- und Preistrends simultan ausgleichen, daß heißt ebenso allmählich, wie sie entstehen, so daß es zu störenden, fundamentalen Ungleichgewichten gar nicht zu kommen braucht<sup>2</sup>.
- Die Wechselkursanpassung kann so geregelt werden, daß hektische und unvorhersehbare Bewegungen nicht eintreten.

In erster Linie dürfte bei den Reformbestrebungen die Erkenntnis eine Rolle spielen, daß echte Fortschritte in der internationalen Harmonisierung der Wirtschaftspolitik allenfalls in Generationszeiträumen möglich sind. Die unterschiedlichen wirtschaftlichen Erfahrungen - in England, Frankreich und den USA langanhaltende Massenarbeitslosigkeit, in Deutschland große Vermögensverluste durch Inflation -, eine unterschiedliche Arbeits- und Sparmoral, unterschiedliche Wirtschaftsstrukturen und verschiedene Techniken sind Faktoren, die auf lange Sicht einer international vereinheitlichten Wirtschaftspolitik im Wege stehen.

Abgesehen davon, daß eine vollständige Integration der wirtschaftlichen Ziele auf lange Sicht kaum erreichbar scheint, regen sich auch Zweifel, ob eine solche Gleichschaltung in einer freien Welt, die aus einer Vielfalt der Ideen und Konzeptionen Nutzen ziehen kann, überhaupt unbedingt erstrebenswert sei. Es setzt sich die Ansicht durch, daß eine elastisch verbundene Gemeinschaft von Ländern in einer sich wandelnden Welt auf die Dauer besser zusammenhält als eine Gemeinschaft, die in ein starres Schema gezwungen wird.

19. Alle Reformvorschläge gehen, bisweilen stillschweigend, davon aus,
  - daß die Wechselkursflexibilität eine wichtige flankierende Bedingung für eine zielgerechte interne Stabilitäts- und Wachstumspolitik ist<sup>3</sup>,
  - daß sich die Wirtschaftspolitik auch bei flexiblem Kurs auf alle - in den dreißiger Jahren weitgehend noch unbekannt - Instrumente der Nachfragesteuerung stützt und
  - daß die seit dem Krieg geübte, wenn auch begrenzte, Bereitschaft zur internationalen Zusammenarbeit erhalten bleibt.

<sup>1</sup> KEYNES in: UK PARLIAMENT, HOUSE OF LORDS: op. cit., 844.

<sup>2</sup> Auf eine grundsätzliche Diskussion des Für und Wider flexibler Wechselkurse sei hier verzichtet. Hierzu siehe z. B.: Milton FRIEDMAN - Robert V. ROOSA: Balance of Payments: Free versus Fixed Exchange Rates. Washington 1967. Der damalige Exponent fixer Kurse, Robert Roosa, befürwortet inzwischen allerdings eine limitierte Flexibilität der Wechselkurse. (Siehe Anhang: Presseerklärung der Bürgenstock-Konferenz). Sowie: Wolfgang KASPER: Das Für und Wider flexibler Wechselkurse. In: Wirtschaftsdienst (Juli) 1969, S. 363-368. Lawrence H. OFFICER - Thomas D. WILLET (Herausgeber): The International Monetary System - Problems and Proposals. Englewood Cliffs 1969.

<sup>3</sup> SACHVERSTÄNDIGENRAT: Stabiles Geld - Stetiges Wachstum, Jahresgutachten 1964/65. Ziffern 240-258. Dort wird eine Freigabe des DM-Wechselkurses in engem Zusammenhang mit einer verstetigenden Haushalts-, Geld-, Wettbewerbs- und Lohnpolitik erörtert. - Siehe auch: Herbert GIERSCH: Marktintegration, Wechselkurse und Standortsstruktur. In: Francois BOCHUD (Herausgeber): Fundamentale Fragen künftiger Währungspolitik. Tübingen 1965, S. 46 ff.

Insofern unterscheiden sich alle neueren Pläne von den Konzeptionen einer flexiblen Wechselkurspolitik aus der Zeit vor dem Zweiten Weltkrieg, nach denen der Wechselkurs isoliert als Instrument zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit eingesetzt werden sollte (beggar-my-neighbour).

Die Vorschläge zur Einführung einer limitierten Flexibilität

20. Die Befürworter einer limitierten Flexibilität der Wechselkurse erörtern folgende beiden Elemente:
- eine größere Bandbreite für die Veränderungen des Marktwechselkurses (widerband),
  - eine allmähliche Verschiebung des Bandes (crawling peg oder sliding parity).
21. Eine Erweiterung der Bandbreite, innerhalb derer die Preise der Währungen unbeeinflusst von Interventionen variieren können, soll den Marktkräften auch am Devisenmarkt Raum geben. Dann würde der Anreiz zu einseitiger Spekulation im heutigen System beseitigt: Die Kassa-Wechselkurse entsprechen heute selten ihren Gleichgewichtswerten, weil sie sich nach dem Abkommen über den Internationalen Währungsfonds nur innerhalb eines Bandes von maximal 2 v. H. gegenüber dem Dollar bewegen können<sup>1</sup>. Mit anderen Worten: zumeist besteht am Markt die Ansicht, daß eine bestimmte Währung entweder aufwertungs- oder abwertungsverdächtig ist. Wer am Devisenkassamarkt spekuliert, kann schlimmstenfalls in seiner Erwartung einer Paritätsänderung enttäuscht werden; die Gefahr, daß eine den Erwartungen entgegengesetzte Wechselkursänderung eintritt, besteht in der Regel nicht (Einbahnspekulation).

Dagegen sind die Spekulationsrisiken und -chancen gleichmäßiger verteilt, wenn der Wechselkurs innerhalb eines breiten Bandes, unbehindert von Interventionen, die Veränderungen in den Marktdaten widerspiegeln kann. Jemand, der dann auf eine Aufwertung wettet, läuft immer auch das Risiko, daß die Währung abgewertet wird. Es wird nicht mehr gegen die Notenbank gewettet, die öffentliche Mittel einsetzt, sondern gegen andere private Spekulanten, die möglicherweise eine Abwertung erwarten. Bei einer größeren Bandbreite werden also private Fonds viel mehr als im heutigen System zur Stabilisierung des Kursverlaufes mobilisiert. Da ein - innerhalb bestimmter Grenzen - frei gebildeter Kurs Veränderungen in den (erwarteten) Marktdaten empfindlich und sofort reflektiert, sind überdies viel weniger abrupte Wechselkursänderungen zu erwarten als die, mit denen man im heutigen System zur Korrektur lang angestauter Ungleichgewichte rechnen muß.

Die Intervention der Notenbank wäre reserviert für außergewöhnliche Ereignisse, die große plötzliche Auf- oder Abwertungen hervorrufen würden (etwa zur Milde-

---

<sup>1</sup> Abkommen über den Internationalen Währungsfonds, Artikel IV, Abschnitt 3. Im Europäischen Währungsabkommen haben sich die Notenbanken verpflichtet, das Band auf 1,5 v. H. zu beschränken. In der Praxis der letzten Jahre haben Notenbanken sogar nicht selten versucht, die Kassakurse in einem noch engeren Band zu halten. Einer internationalen Übereinkunft entsprechend werden hier die Bandbreiten vom oberen zum unteren Bandende angegeben und nicht als Abweichungen nach oben und unten von einer Parität.

rung von Kursschwankungen im Ausmaß von Paritätsänderungen, wie man sie im heutigen System gewärtigen muß). Solche Schocks des internationalen Handels- und Kapitalverkehrs könnten am "Sicherheitsnetz" der Bandgrenze aufgefangen werden.

22. Die allmähliche Verschiebung der Parität soll verhindern, daß der Gleichgewichtskurs einer Währung nach einiger Zeit permanent an einer Grenze des Bandes "klebt", etwa weil die Wirtschaftspolitik mittelfristig für größere interne Stabilität sorgt als im Ausland. Denn dann wäre auch bei einem breiten Band wieder der alte Nachteil einseitiger, ziemlich risikoloser Spekulation gegeben. Deshalb wird nach Regelungen gesucht, die es erlauben, das Band allmählich so zu verschieben, daß die Gleichgewichtskurse auch auf längere Sicht möglichst innerhalb des Bandes bleiben.
23. Ganz ist die Diskussion über flexible Wechselkurse seit dem zweiten Weltkrieg nie verstummt. Aber erst seit den frühen sechziger Jahren sind Vorschläge zur Einführung einer limitierten Wechselkursflexibilität publiziert worden:
- (a) Die Vorzüge völliger Wechselkursflexibilität haben eine Reihe von Autoren, unter ihnen Fritz W. Meyer, Milton Friedman und Egon Sohmen beschrieben<sup>1</sup>. Die von ihnen vorgetragenen Argumente gelten entsprechend modifiziert auch für limitierte Flexibilität innerhalb größerer Bandbreiten<sup>2</sup>. Unter den politisch Verantwortlichen hat sich, seit 1965, vor allem das Joint Economic Committee des amerikanischen Kongresses für größere Bandbreiten eingesetzt<sup>3</sup>.
- (b) Die Idee, daß ein Land durch eine möglichst stufenlose Verschiebung der Parität einen von dem des Auslands abweichenden Trend des Preis- und Kostenniveaus ansteuern könne, ohne in ein Zahlungsbilanzdilemma zu geraten, tauchte zunächst in Großbritannien unter dem Eindruck der "Stop-and-Go-Politik" auf. Allgemein wurde der Gedanke einer gleitenden Parität wohl erstmals von dem Oxford-Dozenten J. Black im Jahre 1961 vertreten<sup>4</sup>. Weiterentwickelt und diskutiert wurde diese Idee von Helmut Lipfert, James E. Meade, John H. Willi-

<sup>1</sup> Fritz W. MEYER: Stabile oder bewegliche Wechselkurse. In: Ordo, Band 4. Düsseldorf-München 1951. S. 345 ff. Milton FRIEDMAN, The Case for Flexible Exchange Rates. In: Essays in Positive Economics. Chicago 1953, S. 157 ff. Egon SOHMEN: Flexible Exchange Rates. Chicago 1961. (2. Auflage: 1969). - Siehe auch: Harry G. JOHNSON: The Safety Valve in a Floating Exchange Rate. In: "The Time" vom 9. Dez. 1968. S. 22 f. Derselbe: The Case for Flexible Exchange Rates, 1969. Hektographiertes Manuskript, das für das Institute of Economic Affairs vorbereitet wurde. Anthony LANYI: The Case for Floating Exchange Rates Reconsidered (Essays in International Finance No. 72). Princeton 1969.

<sup>2</sup> Den Vorschlag weiterer Bandbreiten diskutierten z. B. Georg N. HALM: Die Vergrößerung der Bandbreite für Devisenkursschwankungen. Berlin 1965. Herbert TIMM: Das Wechselkursproblem. In: Erich SCHNEIDER (Herausgeber): Weltwirtschaftliche Probleme der Gegenwart. Berlin 1965. S. 143 ff.

<sup>3</sup> JOINT ECONOMIC COMMITTEE: 1965 Report. Washington (März) 1965. S. 15. Derselbe: Guidelines for Improving the International Monetary System. Washington (August) 1965. S. 19 ff. Derselbe: Next Steps in International Monetary Reform. Washington (September) 1968. Bereits 1962 hatte das Joint Economic Committee Experten über größere Wechselkursflexibilität erarbeiten lassen: JOINT ECONOMIC COMMITTEE: Factors Affecting the United States Balance of Payments. Washington 1962.

<sup>4</sup> Siehe Black's nicht namentlich gezeichneten Beitrag in "The Economist" vom 4. November 1961. S. 486. - Später: J. BLACK: A Proposal for the Reform of Exchange Rates. In: Economic Journal (Juni) 1966. S. 288 ff.

amson, Christopher Layton und Carter Murphy<sup>1</sup>. Für die Bundesrepublik hat der Sachverständigenrat 1966 das Konzept eines (präfixierten) gleitenden Paritätsanstiegs zur Diskussion gestellt<sup>2</sup>. In jüngster Zeit hat sich Otmar Emminger dieses Konzept (allerdings ohne das Element der festen Vorankündigung) zu eigen gemacht<sup>3</sup>.

- (c) Die Kombination von Bandbreitenerweiterung und gleitender Paritätsanpassung ist in jüngster Zeit - in verschiedener technischer Ausgestaltung - am häufigsten diskutiert worden<sup>4</sup>. Besondere Aufmerksamkeit hat ein Aufruf von 27 Nationalökonomern aus acht verschiedenen Ländern zugunsten begrenzter Wechselkursflexibilität erhalten, der am 20. Februar 1966 in der "Neuen Zürcher Zeitung" und der "New York Times" veröffentlicht wurde<sup>5</sup>. Die Implikationen dieses Vorschlags für die Bundesrepublik erörterte der Sachverständigenrat in seinem Jahresgutachten 1966/67<sup>6</sup>. Eine Gruppe von 38 Experten aus der Banken- und Geschäftswelt und dem akademischen Bereich (Bürgenstock-Konferenz) plädierte für frühzeitige, häufigere und kleinere Wechselkursveränderungen<sup>7</sup>.

Die Bemühungen der Träger politischer Verantwortung, die eine Reform des heutigen Währungssystems anstreben, scheinen ebenfalls in Richtung auf eine Verbindung von größerer Bandbreite mit einer mittelfristigen Bandverschiebung hinauszulaufen. Mitglieder des amerikanischen Council of Economic Advisers (Paul McCracken, Hendrik Houthakker) und britische Parlamentsabgeordnete (Enoch Powell, Douglas Jay) sind für diese Art der limitierten Flexibilität ebenso eingetreten wie der Präsident der österreichischen Nationalbank, Wolfgang

<sup>1</sup> Helmut LIPFERT in "Der Volkswirt" No. 12, 1962 (sowie "Handelsblatt" vom 28./29. Mai 1964, 5./6. Juni 1964 und 13./14.12.1968). James E. MEADE: The International Monetary Mechanism. In: Three Banks Review (September) 1964, S. 3 ff. John H. WILLIAMSON: The Crawling Peg (Essays in International Finance No. 50). Princeton 1965. - Christopher LAYTON in einem Interview mit dem "Industriekurier" vom 27. September 1966. J. Carter MURPHY: Moderate Exchange Rate Variability. In: The National Banking Review. (Dezember) 1965, S. 151 ff. und (September) 1966, S. 101 ff.

<sup>2</sup> SACHVERSTÄNDIGENRAT: Expansion und Stabilität, Jahresgutachten 1966/67. Mainz-Stuttgart 1966. Ziffern 268 ff.

<sup>3</sup> Otmar EMMINGER: Das Wechselkurssystem auf dem Prüfstand. In: DEUTSCHE BUNDESBANK: Auszüge aus Presseartikeln vom 22. August 1969.

<sup>4</sup> Etwa: Fritz MACHLUP und Burton C. MALKIEL (ed.): International Monetary Arrangements: The Problem of Choice. Princeton 1964. - James E. MEADE: Exchange-Rate Flexibility. In: Three Banks Review (Juni) 1966, S. 3 ff. William FELLNER: On Limited Exchange-Rate Flexibility. In: Fellner-Machlup-Triffin: Maintaining and Restoring Balance in International Payments. Princeton 1966. - E. Ray CANTERBURY: Economics on a New Frontier. Belmont, Ca. 1968. S. 206 ff. - Fritz MACHLUP: Soll die Bandbreite des DM-Wechselkurses verbreitert werden? In: Der Volkswirt vom 28. Juni 1968. Hendrik S. HOUTHAKKER: The Future of the International Monetary System. Manuskript (Harvard University) vom 17. November 1968.

<sup>5</sup> Der Text des Aufrufs ist im Anhang abgedruckt.

<sup>6</sup> SACHVERSTÄNDIGENRAT: a. a. O. Ziffern 268-274.

<sup>7</sup> Die Presseverlautbarung der "Bürgenstock-Konferenz" ist im Anhang wiedergegeben.

Schmitz, und der Gouverneur der italienischen Notenbank, Guido Carli<sup>1</sup>. Otmar Emminger möchte ein System schrittweise verschiebbarer Paritäten "vielleicht durch eine mäßige Erweiterung der Schwankungsbreite in der Richtung, in der die Schwankungsbreite zu erwarten ist", erweitert sehen<sup>2</sup>.

Die amerikanische Regierung hat vor der Jahrestagung des IWF im September 1969 zu verstehen gegeben, daß sie "eine größere Flexibilität der Wechselkurse und irgendeine Version gleitender Paritätsanpassung zur Reform des internationalen Währungssystems" unterstützen würde<sup>3</sup>. Bundeswirtschaftsminister Schiller begrüßte im Prinzip den amerikanischen Vorstoß<sup>3</sup>.

- (d) Einige Nationalökonomien setzen sich dafür ein, man solle die Bestimmung des Wechselkurses ganz den Marktkräften überlassen, aber den Devisenbehörden neue Vorschriften über den Einsatz ihrer Währungsreserven machen. Donald Marsh schlug vor, die Wechselkurse ganz frei zu lassen und die Niveaus der nationalen Devisenreserven zu fixieren, damit es zu keinen "Abwertungswettläufen" komme (Marsh-Plan)<sup>4</sup>. Dieser Vorschlag ist nahezu identisch mit völlig freien Wechselkursen.

#### Die Gestaltungsmöglichkeiten

24. In der Vielzahl der Vorschläge zur Einführung einer limitierten Wechselkursflexibilität wird eine Palette von wirtschaftspolitischen Gestaltungsmöglichkeiten erkennbar. Gestaltungsmöglichkeiten machen aber auch politische Entscheidungen notwendig, will man eine größere Flexibilität in die Tat umsetzen.

Ein großer Teil der derzeitigen Debatte befaßt sich deshalb vor allem mit folgenden Entscheidungsfragen:

- Welchen Grad der Flexibilität kann man zulassen?
- Sollen Wechselkursänderungen therapeutisch Ungleichgewichte korrigieren oder sollen sie auch prophylaktisch die angestrebte Wirtschaftspolitik flankieren?
- Sollen Wechselkursänderungen vorangekündigt sein oder nicht?
- Soll über die Wechselkursänderungen diskretionär entschieden werden oder soll man sie durch eine Formel steuern?
- Wenn diskretionär: Sollen Sanktionen für Regelverstöße festgesetzt werden? Welche Institutionen sollen für die Wechselkurspolitik verantwortlich sein?
- Wenn formelgesteuert: Welche Formel soll gewählt werden?
- Soll die Regelung symmetrisch gelten oder sollen Wechselkursanpassungen - asymmetrisch - nur in der Aufwertungsrichtung zugelassen werden?
- Müssen möglichst viele Länder gleichzeitig zu einem einheitlichen Konzept limitierter Flexibilität übergehen oder kann man individuelle Experimente zulassen?

<sup>1</sup> Wolfgang SCHMITZ: Bretton Woods: Erfolg und Krise. In: Die Presse, Wien, vom 20. Juli 1969. Interview mit Guido CARLI (Nuova "moneta") in La Stampa vom 26. Juni 1969. Ders.: Die Währungsprobleme des Beitritts Großbritanniens zur Europäischen Gemeinschaft. In: Walter HALLSTEIN (Herausgeber): Hauptprobleme des Beitritts Großbritanniens zur Europäischen Gemeinschaft. Bonn 1969. S. 23 ff.

<sup>2</sup> Otmar EMMINGER: a. a. O., S. 3.

<sup>3</sup> Meldungen in der "International Herald Tribune" vom 5. und 9. September 1969.

<sup>4</sup> Donald B. MARSH: Submission to the House of Commons Standing Committee on Finance, Trade and Economic Affairs (6. Februar) 1969. Hierzu auch Comité permanent des finances, du commerce et des questions économiques: Protocole de la 1re session de la 28e législature, 1968-69 (6. Februar) 1969. S. 1227-1264.



25. Was das Maß der Wechselkursflexibilität angeht, so herrscht bei den Kritikern des heutigen Systems fast durchweg Einigkeit darüber, daß viele Verklemmungen bereits durch Bandbreiten von 6 bis 10 v. H. gelöst würden. Eine Bandbreite der wichtigsten Währungen gegenüber dem Dollar von 10 v. H. würde zwar wahrscheinlich nicht für ein Realignment der Wechselkurse ausreichen, doch scheint ein Band von 10 v. H. groß genug, die laufenden Divergenzen auf Grund von akzidentiellen Störungen und international unterschiedlichen Konjunkturverläufen im Wechselkurs aufzufangen. Gegen eine Bandbreite von weniger als 6 v. H. spricht, daß der Wechselkurs dann nach aller Wahrscheinlichkeit leicht wieder zu nahe an eine Grenze des Bandes geraten wird. Wie heute würden massive einseitige Auf- und Abwertungserwartungen die Geldpolitik blockieren. Es ist nicht zu erwarten, daß der Marktwechselkurs innerhalb eines 10 v. H. -Bandes (DM/\$) von Tag zu Tag heftig variiert - wie das kanadische Beispiel gezeigt hat. Die private Spekulation gleicht im Zusammenspiel mit der Zinsarbitrage kurzfristige Kursschwankungen am Devisenmarkt aus. Notfalls könnte der Notenbank oder einem Devisenausgleichsfonds, zumindest in einer Übergangszeit, die Aufgabe übertragen werden, kurzfristige Schwankungen auch innerhalb des Bandes zu glätten.

Auf alle Fälle hätte eine größere Bandbreite - regeltechnisch gesehen - den Vorteil, daß das wirtschaftspolitische Steuerungs- und Informationssystem um das empfindliche Anzeigeelement des Wechselkurses erweitert würde. Wechselkursbewegungen gäben Signale, die allgemeiner beachtet werden als Bewegungen der zentralen Devisenreserven. Denn von Wechselkursveränderungen werden zahlreiche Wirtschaftsteilnehmer direkt berührt, während Veränderungen der Devisenreserven bei der Notenbank kaum direkt Signale auslösen, wenn nicht sogar ihre Informationswirkung durch Kontrollen und Interventionen zunichte gemacht wird.

26. Nach der heutigen Währungspraxis gelten Wechselkursänderungen als allerletztes Mittel der Therapie. Ein Hauptvorteil größerer Flexibilität bei den heute vorhandenen Möglichkeiten der Konjunktursteuerung wäre es, daß Ungleichgewichte schon im Entstehen durch einen limitiert flexiblen Kurs korrigiert werden können: Dadurch bekämen Wechselkursänderungen einen leicht vorbeugenden Charakter; denn die Devisenkurse könnten ohne Verzögerung auf neu erkennbare wirtschaftspolitische Daten reagieren. Dies würde dazu beitragen, die gewünschten, graduellen Veränderungen in den Handelsströmen herbeizuführen. So würde zum Beispiel ein Umschwenken der monetären Politik auf einen Restriktionskurs einen Zustrom von Geld auslösen. Dies würde eine Aufwertung auslösen. Der Export würde etwas erschwert, der Import etwas erleichtert. Die Beanspruchung der inländischen Kapazitäten durch den Export ließe etwas nach; das Güterangebot auf den heimischen Märkten stiege. Die Veränderung der Außenhandelsströme wirkte also - anders als bei Fixkursen - in die gleiche Richtung wie die monetäre Politik. Die Geldpolitik könnte, da sie vom Wechselkurs automatisch flankiert würde, entsprechend sparsamer dosiert werden.
27. Im Zusammenhang mit der Frage nach Therapie und Prophylaxe wird auch erörtert, ob die Wechselkursänderungen fest vor angekündigt, in bestimmten Grenzen voraussehbar oder ungewiß sein sollen.

Eine feste Vorankündigung auf einige Jahre im voraus hat den Vorteil, daß sie - sofern sie geglaubt wird - die stärksten prophylaktischen Wirkungen zeitigt und unter Umständen andere wirtschaftspolitische Eingriffe unnötig macht. Die verbindliche Vorankündigung eines Paritätsanstiegs würde zum Beispiel die Preiserwartungen stärker stabilisieren als eine nicht garantierte Paritätsanpassung. Die feste

Vorankündigung hat aber den Nachteil, daß sie die wirtschaftspolitischen Instanzen bindet und daß sie beim Eintritt neuer Ereignisse trotz aller Versicherungen leicht ungläubhaft und damit wirkungslos werden kann. Zudem hat eine Vorankündigung von zukünftigen Paritäten nur Sinn, wenn die Bandbreiten so eng gewählt sind, daß die zukünftigen Wechselkurse von der Wirtschaft noch als feste Plandaten eingesetzt werden können. Enge Bandbreiten haben dann aber wiederum den Nachteil, daß sie das Wirken der Marktkräfte über den Wechselkurs verhindern und die Geldpolitik fesseln<sup>1</sup>.

Die Ungewißheit über die Veränderung eines so wichtigen Markt datums wie des Wechselkurses sollte aber im Interesse der Plansicherheit und der optimalen internationalen Arbeitsteilung nach Möglichkeit eingeengt werden, damit destabilisierende Spekulation nicht aufkommen kann. Bei flexiblem Wechselkurs haben es Notenbank und Regierung in der Hand, durch einen klaren wirtschaftspolitischen Kurs die mittelfristigen Erwartungen zu stabilisieren. Die interne monetäre Politik kann auch glaubhafter werden, weil sie nicht mehr in das heute störende Dilemma zwischen den internen Zielen und dem Zahlungsbilanzziel gerät. Unvorhergesehene Störungen aus dem Ausland können durch den Wechselkurs abgefangen werden.

28. In der Diskussion der Frage, ob Paritätsänderungen der diskretionären Entscheidung überlassen werden sollen oder nicht, spielt die Überlegung eine Rolle, daß diskretionäre Entscheidungen Unsicherheiten schaffen. Gegen die diskretionäre Handhabung limitiert flexibler Kurse sprechen auch die Erfahrungen im heutigen System, in dem selbst die Möglichkeiten zu Paritätsänderungen, die nach dem IWF-Abkommen gegeben sind, nicht genutzt wurden<sup>2</sup>. Hinzu kommt, daß über Wechselkurse in den letzten Jahren immer weniger mit ökonomischen und immer mehr mit politischen Argumenten gestritten worden ist; schon um des Umlernens willen erscheint es deshalb wichtig, daß die Bestimmung der jeweiligen Parität der Einzelentscheidung wirtschaftspolitischer Instanzen entzogen wird.
29. Sofern Regierungen aber glauben, sie könnten einen so wichtigen Preis wie den Wechselkurs nicht aus der Preisbindung entlassen, um ihn durch die Steuerung der Markt daten indirekt zu beeinflussen, sollten - als zweitbeste Lösung - international gewisse Regeln festgelegt werden. Diese Regeln brauchten nicht zwingend verbindlich zu sein, denn die Bereitschaft, sich in der Wirtschaftspolitik verbindlichen internationalen Normen zu unterwerfen, scheint nach den Erfahrungen der letzten zwanzig Jahre begrenzt; die Regeln sollten aber gewisse sanktionsähnliche Folgen nach sich ziehen. Zu denken wäre hierbei daran, daß Defizitländer, die nicht bereit waren, in kleinen Schritten abzuwerten, keine Kredite vom IWF erhalten und daß Überschußländer, die eine allmähliche Aufwertung nicht vornahmen und damit Deflation exportierten, eine Zolldiskriminierung gegen ihre Waren gewärtigen müßten.

<sup>1</sup> Dies dürfte das Hauptargument gegen den "mittelfristig garantierten Paritätsanstieg" sein, den der Sachverständigenrat 1966 unter anderem in die Diskussion brachte. (SACHVERSTÄNDIGENRAT: a. a. O., Ziffern 268-274 und 280-282). Siehe auch: Herbert GIERSCHE: Rationale Wirtschaftspolitik in der pluralistischen Gesellschaft. In: Erich SCHNEIDER (Herausgeber): Rationale Wirtschaftspolitik und Planung in der Wirtschaft von heute. Berlin 1967. S. 113 ff; besonders S. 132-34.

<sup>2</sup> Insofern scheint der Vorschlag LIPFERTs (Limitierte Stufenflexibilität, a. a. O.) unzureichend, der darauf hinausläuft, den Währungsbehörden nur unverbindlich die Möglichkeit zu kleinen Paritätsänderungen einzuräumen.

Institutionelle Träger von Entscheidungen über Wechselkursänderungen sollten möglichst nicht jene politischen Instanzen sein, die im demokratischen System von Wählergunst, von Parteien und Parteienfinanzierung unmittelbar abhängen. Die Gefahr, daß partikulare Interessen die Oberhand gewinnen oder daß Parteienstreit wichtige Entscheidungen hinausschiebt, scheint zu groß. Besser geeignet, die Faktoren zu analysieren, die für eine sachgerechte Wechselkurspolitik relevant sind und wechselkurspolitische Entscheidungen zu treffen, scheinen Institutionen, die auf einen vom Parlament beschlossenen, allgemeinen Zielkatalog festgelegt sind. Die Wechselkurspolitik könnte man in der Bundesrepublik beispielsweise durch eine Gesetzesänderung der Bundesbank anvertrauen.

30. Formeln könnten die Arbeit von diskretionär entscheidenden Instanzen entbehrlich machen. Die nationalökonomische Wissenschaft hat in den letzten Jahren eine Vielfalt von Formeln angeboten aus der Überzeugung, daß die Wirtschaftspolitik mit einem "automatischen Wechselkursgetriebe" besser führe als mit einer "Paritätsschaltung", die den Entscheidungsträgern große Aufmerksamkeit und Durchsetzungskraft abverlangt und die - weil jedesmal ein Entscheidungsprozess ablaufen muß - selten fein genug dosiert werden kann<sup>1</sup>.
31. Diskutiert werden vor allem Formeln, nach denen das Band allmählich und einigermassen vorhersehbar verschoben wird. Zumeist wird an jährliche "Gleitraten" von höchstens 2 bis 3 v. H. gegenüber dem Dollar gedacht, also von 4 bis 6 v. H. zwischen der Valuta mit der stärksten Aufwertungs- und der stärksten Abwertungsrate.
- (a) Ein im voraus garantierter Paritätsanstieg oder -abstieg, dessen Rate nur mit großem Vorankündigungszeitraum variiert werden kann, ist schon weiter vorn (in Ziffer 27) behandelt worden
- (b) Es sind Formeln entwickelt worden, nach denen die Verschiebung des Bandes durch bestimmte Veränderungen der zentralen Devisenreserven ausgelöst wird. Wenn etwa die offiziellen Reserven einen bestimmten Prozentsatz der SZR-Quote übersteigen, würde sich das Band, in dessen Grenzen die Notenbank intervenieren muß, um 0,04 v. H. pro Woche in Aufwertungsrichtung verschieben<sup>2</sup>. Der Vorschlag, der in dieser Hinsicht am weitesten geht, ist der "Marsh-Plan", demzufolge alle Devisenreserven praktisch eingefroren werden müßten<sup>3</sup>. Gegen eine Formel, die sich an den offiziellen Devisenreserven orientiert, spricht allerdings, daß die Devisenreserven statistisch sehr unterschiedlich erfaßt werden können und daß die Notenbanken durch Swapoperationen, wie von der Bundesbank schon jetzt praktiziert, zentrale Reserven dezentralisieren (oder Devisen in Geschäftsbankenbesitz an sich ziehen) können.
- (c) Hendrik Houthakker, gegenwärtig Mitglied des amerikanischen Council of Economic Advisers, stellte eine Formel zur Diskussion, nach der sich die Bandmitte jeweils als gleitender Durchschnitt aus den tatsächlichen Wechselkurs-

<sup>1</sup> Herbert GIERSCH: Freie Bahn dem freien Kurs. In: Süddeutsche Zeitung vom 31. Mai 1969.

<sup>2</sup> Richard N. COOPER: Aspects of a System of Sliding Parities. Unveröffentlichtes Manuskript. Yale University. März 1969.

<sup>3</sup> Donald B. MARSH: a. a. O.

notierungen - innerhalb eines erweiterten Bandes - während der 250 letzten Börsentage ergibt (self-adjusting peg)<sup>1</sup>. Bestände also zum Beispiel für die D-Mark am Devisenmarkt stetig eine Aufwertungstendenz, so würde das Band allmählich nach oben gezogen. Rechnerisch ergibt sich, daß der maximal mögliche Auf- oder Abwertungssatz bei dieser Formel der zweifachen Bandbreite entspricht. Diese Formel hat den Vorteil, daß die gleitende Bandverschiebung schon ausgelöst wird, bevor der Marktwechselkurs an einer Grenze des Bandes "klebt" und die Geldpolitik immobilisiert ist<sup>2</sup>.

Nachteilig ist bei der "Houthakker-Formel", daß sie beim Übergang von einer konstanten zu einer gleitenden Parität nur verzögert wirkt, es sei denn, man erfindet Zusatzregelungen.

- (d) Dem Nachteil der "Houthakker-Formel" könnte man dadurch begegnen, daß man die maximal zulässige Bandverschiebung innerhalb einer bestimmten Periode limitiert, etwa auf 1/20 Prozent binnen einer Woche oder 1/4 Prozent binnen eines Monats. Man könnte es dann den Marktkräften überlassen, die Währungen innerhalb eines auf 6 bis 10 v. H. erweiterten Bandes auf- oder abzuwerten: Läge der Kursdurchschnitt einer Woche über dem der Vorwoche, dann würde das Band um 1/20 Prozent angehoben. Bei permanentem Aufwertungsdruck ergäbe sich binnen eines Jahres eine Bandverschiebung von rund 3 v. H.

32. Immer wieder ist der Gedanke aufgetaucht, man solle Wechselkursänderungen nur in Aufwertungsrichtung zulassen<sup>3</sup>. Dahinter steht die Überlegung, daß der Zwang zur Wechselkursanpassung im heutigen System vor allem den Defizitländern zufällt und daß die Überschußländer ungewollt Inflation importieren müssen. Denn Defizitländer können zur Abwertung oder zur Deflation gezwungen werden, während es Überschußländern möglich ist, Überschüsse zu akkumulieren und zu versuchen, die Anpassungsinflation hinauszuzögern. Die Bundesrepublik ist hierfür das international am heftigsten kritisierte Beispiel. Hinzu kommt noch das Argument, daß Dollar und Pfund als Schlüsselwährungen, in denen die Paritäten aller anderen Währungen definiert sind, nicht abwerten könnten.

Wenn auch die Vorschläge zur Einführung der "asymmetrischen Flexibilität" zu einem Teil nur auf der Partialillusion beruhen, daß es in der ökonomischen Wirkung einen Unterschied mache, ob ein Land aufwertet oder alle anderen Länder abwerten, so scheint es möglicherweise aus Gründen der politischen Durchsetzung besser, wenn ein Land aus einer Position der Stärke in der Wechselkurspolitik neue Wege einschlägt und wenn die Minorität der stabilen Überschußländer in der Wechselkurspolitik vorangeht.

33. Die "asymmetrische Flexibilität" berührt auch die Frage, ob ein neues Konzept der Wechselkurspolitik weltweit einheitlich eingeführt werden muß oder ob einzelne Länder zu größerer Flexibilität übergehen können.

<sup>1</sup> Hendrik S. HOUTHAKKER: The Future of the International Monetary System. Manuskript Harvard University 17. 11. 1968. - Ähnlich: J. BLACK: a. a. O., und Carter MURPHY: a. a. O.

<sup>2</sup> Dies ist ein Vorteil gegenüber Vorschlägen wie dem von Friedrich REUTNER, der den Gleitvorgang davon abhängig machen will, ob der Wechselkurs eine Zeitlang am Bandende verharret (Friedrich REUTNER: Flexibilität nach Maß. In: "Der Volkswirt" vom 31. 1. 1969).

<sup>3</sup> Siehe etwa: Otmar EMMINGER: a. a. O., S. 2.

Das Vertrauen in das internationale Währungssystem insgesamt würde eher bestärkt und die Übergangsprobleme wären wohl geringer, wenn zum Beispiel die Bundesrepublik den D-Mark-Kurs innerhalb bestimmter Grenzen freigäbe, als wenn etwa das Pfund Sterling durch weitere Zahlungsbilanzkrisen zu limitierter Flexibilität gezwungen würde. Ein weiteres Argument für das Prinzip des fallweisen Erprobens in der Währungspolitik liefert die Geschichte der letzten 25 Jahre: Die Traditionen und Strukturen, die die wirtschaftspolitischen Zielvorstellungen in den einzelnen Ländern prägen, sind trotz aller Harmonisierungsversuche so unterschiedlich geblieben, daß das uniforme Wechselkurssystem unglaubwürdig geworden ist; der Zwang eines einheitlichen Systems hat nur neue nationalistische und integrationsfeindliche Tendenzen ausgelöst. Eine freie internationale Zusammenarbeit dürfte auf die Dauer am besten gefördert werden, wenn einzelne Länder die Wechselkurspolitik erproben dürfen, die ihren wirtschaftspolitischen Zielen am besten entspricht.

Die Behauptung, individuelle Experimente würden die erreichte internationale Integration zerstören und wieder in das Chaos der dreißiger Jahre zurückführen, geht daran vorbei, daß die wirtschaftspolitisch Verantwortlichen in der westlichen Welt heute - wenn auch in sehr engen Grenzen - internationale Kontakte pflegen, jedenfalls mehr als in den dreißiger Jahren. Die zahlreichen Informations- und Abstimmungsmöglichkeiten zwischen Regierungen und Notenbanken blieben auch bei größerer Flexibilität einzelner Währungen erhalten - genauso, wie dies im übrigen auch während des kanadischen Wechselkursexperiments der Fall war.

#### Einzelprobleme

34. Von Experten werden inzwischen zahlreiche, zum Teil technische, Einzelprobleme diskutiert. Auf viele dieser Einzelfragen sind noch keine endgültigen Antworten gefunden. Im Rahmen dieser Arbeit seien zwei der wichtigsten Komplexe herausgegriffen:
- Welche zusätzlichen Probleme ergeben sich im Übergang zu limitierter Flexibilität?
  - Können die Geld- und Devisenmärkte den höheren Bedarf an Absicherungstransaktionen decken?
35. Für eine Übergangszeit nach der Einführung größerer Flexibilität werden von manchen Beobachtern hektische Wechselkurssprünge erwartet. Die Erfahrungen der dreißiger Jahre, als einige Länder unter chaotischen Umständen die Wechselkurse freigaben, nachdem sie die festen Goldparitäten allzu lange verteidigt hatten, spielen hierbei eine Rolle. Hektischen Wechselkursbewegungen kann man einmal durch die rechtzeitige Aufklärung über die Wirkungsweise flexibler Wechselkurse und zum anderen durch eine konsequente und überzeugende Wirtschaftspolitik entgegenwirken. Die Erfahrungen beim Übergang Kanadas zum flexiblen Wechselkurs im Jahre 1950 zeigen, daß man diese Gefahr nicht überschätzen sollte, wenn ein Land unter geordneten Umständen zur Flexibilität übergeht<sup>1</sup>. Auch könnte in der Über-

<sup>1</sup> Donald B. MARSH: Kanadas Erfahrungen mit beweglichen Wechselkursen. In: Ordo XIX 1968. Seiten 389 ff, insbesondere S. 391. Die Übergangszeit in Kanada (von einem Jahr) scheint besonders lang; nach der Freigabe des Wechselkurses wurden nach und nach die Devisenkontrollen aus der Kriegszeit aufgehoben.

gangsphase eine beruhigende kurzfristige Interventionspolitik dafür sorgen, daß die Marktteilnehmer die Funktionsweise des freien Wechselkurses lernen können, ohne daß die Devisenmärkte gestört sind.

36. Von vielen Beobachtern wurde und wird die Ansicht vertreten, eine grundlegende Reform des internationalen Währungssystems müsse damit beginnen, daß die aufgelaufenen Ungleichgewichte in den Wechselkursrelationen zunächst einmal durch eine Runde international abgestimmter Auf- und Abwertungen beseitigt werden (Realignment). Andernfalls würde ein System größerer Flexibilität von Anfang an durch einen so großen Anpassungsbedarf belastet, daß es unglauwürdig würde, bevor es sich noch bewähren konnte. Der Forderung nach einem "Realignment" steht die Erfahrung der mißglückten Bonner Konferenz im November 1968 entgegen, wo sich erwiesen hat, daß das Aushandeln von Wechselkursrelationen nicht zu den Dingen zählt, die Politiker in internationaler Zusammenarbeit bewältigen können. Jede allgemeine Währungskonferenz würde auch riesige spekulative Ströme auslösen, und geheimzuhalten wäre eine "Realignment-Konferenz" nicht.

Ein erster Schritt aus diesem Dilemma dürfte indes schon die Franc-Abwertung vom 9. August 1969 gewesen sein. Dadurch ist eine der bestehenden Disparitäten weitgehend bereinigt worden. Die Mitte 1969 noch bestehenden Ungleichgewichte werden voraussichtlich durch Aufwertung und/oder Anpassungsinflationen in Italien und in der Bundesrepublik 1970 weiter verringert werden. Wahrscheinlich reicht dies zur Beseitigung der größten Ungleichgewichte schon aus. Danach könnte "Feineinstellung" im Rahmen größerer Flexibilität erreicht werden, ohne daß das neue System sogleich funktionsunfähig würde.

Es besteht freilich auch die Gefahr, daß die Reformimpulse, die in den Krisen mobilisiert worden sind, wieder erlahmen, wenn die internationalen Ungleichgewichte durch Anpassungsinflation und Paritätsänderungen traditionellen Stils - zeitweilig - verringert werden und wenn neue internationale Liquidität die Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten auf einige Zeit erleichtert.

37. Dem Einzelproblem, ob der Außenhandel, insbesondere für den Anlagenexport, auch bei größerer Flexibilität in genügendem Maße und genügend billig abgesichert werden kann, ist in der neueren Diskussion viel Aufmerksamkeit gewidmet worden. Nicht wenige befürchten, daß das Angebot an Absicherungsdiensten schon aus Mangel an Mitteln und geschultem Personal sehr unelastisch wäre, während die Nachfrage von schätzungsweise 25 v. H. aller Handelsgeschäfte in "normalen Zeiten" bei größerer Flexibilität auf nahezu 100 v. H. aller Transaktionen ansteigen würde. Die Banken könnten die zusätzlichen Währungsänderungsrisiken, so wird befürchtet, nicht absichern; denn sie müssen in der Regel für kurze Zeitspannen auch bei gedeckter Arbitrage Risiken übernehmen, durch die das Terminengagement jeder Bank begrenzt wird:
- das Risiko, daß das Gegengeschäft bei der Terminabsicherung aufgrund von Konvertibilitätsbeschränkungen nicht erfüllt werden kann (Konvertibilitätsrisiko);
  - das Risiko, daß der Partner im Termingeschäft insolvent wird (Insolvenzrisiko) und
  - das Risiko, daß die Wechselkurse sich während der Laufzeit der Banktransaktion beim Partner ändern (dieses Risiko besteht aufgrund der Zeitdifferenz vor allem beim Geschäft zwischen New York und Europa im Übernachts- und Überwochenendverkehr).

Diesen Befürchtungen widersprechen allerdings auch Bankpraktiker. Allein schon die Tatsache, daß der Bankapparat seit Beginn der wiederkehrenden Währungskrisen einen Anstieg im Volumen der Kurssicherung von schätzungsweise 25 v. H. des internationalen Handels auf schätzungsweise 40 bis 50 v. H. bewältigen konnte, unterstützt diesen Optimismus, der sich ganz generell auf "das allgemeine ökonomische Prinzip (gründet), daß in einem Wettbewerbssystem jedes nachgefragte Gut und jede Dienstleistung angeboten werden zu einem Preis, der nicht mehr als einen angemessenen Gewinn erlaubt"<sup>1</sup>. Hinzu kommt, daß Währungsänderungsrisiken heute nur immer in einer Richtung - entweder nur gegen eine Aufwertung oder nur gegen eine Abwertung - abgesichert werden. Bei limitiert flexiblen Gleichgewichtskursen würden aber Exporteure wie Importeure laufend Terminmarktabsicherung betreiben, die Banken brauchten auf den - tieferen - Terminmärkten zumeist lediglich Angebot und Nachfrage zusammenzubringen. Möglicherweise könnte eine offiziell organisierte Devisenterminbörse helfen, das Geschäft zu erleichtern und zu verbilligen. Und schließlich würde ein elastischeres Wechselkurssystem gerade dazu beitragen, daß das Konvertibilitätsrisiko gar nicht mehr auftaucht<sup>2</sup>.

### Schl u ß

38. Wenn auch noch Detailprobleme zu lösen und politische Entscheidungen zu treffen sind, scheint eine Reform des internationalen Währungssystems durch die Zulassung größerer Wechselkursflexibilität von den Experten soweit ausdiskutiert, daß darüber eine breitere öffentliche Diskussion einsetzen kann. Den Praktikern des Außenhandels und des Bankengeschäfts werden zwar Umstellungen abverlangt werden. Doch sollte man die Schwierigkeiten hierbei nicht überschätzen, ist doch die größere Flexibilität der Terminkurse in den Jahren 1968 und 1969 mit großem unternehmerischem Geschick gemeistert worden.
39. Gerade in einem so außenhandelsabhängigen Land wie der Bundesrepublik scheint eine sachliche und informierte Diskussion über größere Wechselkursflexibilität dringend erforderlich zu sein. Eine solche Diskussion dürfte aber zum jetzigen Zeitpunkt nicht einmal mehr bei der Frage stehen bleiben, ob eine limitierte Flexibilität der D-Mark eingeführt werden soll oder nicht, sie müßte sich vielmehr damit befassen, wie die limitierte Flexibilität für die Bundesrepublik am besten realisiert werden kann. Sonst besteht die Gefahr, daß die Meinungsbildung von den Tatsachen überholt wird.

Viele einflußreiche Experten sind gegenüber den Vorschlägen zu einer elastischen Gestaltung des Wechselkurssystems aufgeschlossener als früher. Viele haben erkannt, daß die Beschränkungen der Freiheit des Handels und des Kapitalverkehrs, die in letzter Zeit ausschließlich zur Verteidigung falscher Paritäten wiedereingeführt worden sind, weit mehr schaden als der Übergang zu allmählichen, vorhersehbaren Wechselkursanpassungen, die Ungleichgewichte gar nicht erst entstehen

<sup>1</sup> Harry G. JOHNSON: The Case für Flexible Exchange Rates, 1969. Hektographiertes Manuskript für das Institute of Economic Affairs. (März) 1969, S. 15. Übersetzt.

<sup>2</sup> Der Frage der Angebotselastizität von Terminabsicherungsdiensten wurde auf der "Bürgenstock-Konferenz" besondere Aufmerksamkeit gewidmet. Der Tagungsband wird im Winter 1969/70 erscheinen. Doch sei hier vorausgeschickt, daß eine Mehrheit der Teilnehmer zu optimistischen Schlußfolgerungen gelangte.

lassen. Im Ausland, auch im Internationalen Währungsfonds, wird bereits rege über limitierte Flexibilität diskutiert. Auch hat sich das internationale Währungssystem unter dem Druck der Krisen schon gewandelt: Der Gold-Devisen-Standard ist seit der Aufhebung der allgemeinen Goldpreisgarantie eine Fiktion. Die teilweise Freigabe des Goldpreises (oder anders gesagt: die teilweise Freigabe des in Gold ausgedrückten Dollarkurses) kann als ein erster Schritt dahin aufgefaßt werden, daß die Schlüsselwährungsländer sich den Zwängen einer zahlungsbilanzorientierten internen Wirtschaftspolitik durch die Freigabe des Wechselkurses entziehen wollen.

40. Möglicherweise werden viele Länder sehr bald vor der Entscheidung stehen, ob sie
- entweder den Außenwert ihrer Währungen in einem fixen Verhältnis zu Dollar oder Pfund halten und den Binnenwert ihrer Währungen vollständig an das Inflationstempo im "Leitwährungsland" anpassen sollen
  - oder ein gewisses Maß an Souveränität in der Wirtschaftspolitik behalten und die Wechselkurse innerhalb gewisser Grenzen freigeben wollen.

In der Bundesrepublik scheint die Bereitschaft gering, den Geldwertschwund im Ausland widerstandslos mitzumachen.



## Anhang

### I

Am 20. Februar 1966 veröffentlichte eine Gruppe von 27 Wirtschaftswissenschaftlern einen Vorschlag zu größerer Wechselkursflexibilität:

Die Erörterung möglicher Reformen des gegenwärtigen Weltwährungssystems hat sich hauptsächlich auf das Problem der "internationalen Liquidität" konzentriert. Mit anderen Worten, im Brennpunkt der Diskussion stand die zeitweilige Finanzierung von Zahlungsbilanzsalden durch Schaffung zusätzlicher Währungsreserven und Kreditlinien und die Förderung des Zahlungsbilanzausgleichs durch die Geld- und Finanzpolitik. Die nicht minder wichtige Frage der Wechselkurspolitik hat in Kreisen der Währungsbehörden wenig Beachtung gefunden. Die Tatsache, daß sich viele Nationalökonomien, wie die vorliegende Erklärung zeigt, über ein Minimalprogramm auf diesem Gebiet einigen können, dürfte darlegen, daß es sich dabei um eine vielversprechende Möglichkeit zur Verbesserung des Weltwährungssystems handelt.

Wir glauben, daß größere Flexibilität der Wechselkurse notwendiger ist, als die heute geltenden Vorschriften des Internationalen Währungsfonds zulassen, und zwar ohne Rücksicht darauf, welches System der Währungsreserven besteht. Unter den heute geltenden Regeln hat es sich für viele Länder als unmöglich erwiesen, stabile Preise und ein hohes Beschäftigungsniveau zu bewahren und gleichzeitig eine Verschärfung der Beschränkungen des internationalen Zahlungsverkehrs zu vermeiden. Um diese binnenwirtschaftlichen Ziele gleichzeitig mit dem Gleichgewicht der Zahlungsbilanz zu erreichen, ist mehr als der heute zulässige Grad der Bewegungsfreiheit für die Wechselkurse notwendig. Aus diesem Grunde befürworten wir zwei Änderungen der Regeln des Internationalen Währungsfonds.

Unser erster Vorschlag ist eine Erweiterung der Bandbreiten, innerhalb derer die einzelnen Länder den Goldwert ihrer Währungen zu halten haben. Er sollte sich bis zu 4 oder 5 % (statt gegenwärtig 1 %) in beiden Richtungen von der Parität entfernen dürfen. Auf diese Weise würde eine Bandbreite von 8 bis 10 % zwischen dem oberen und dem unteren Interventionspunkt geschaffen. Diese erste Änderung würde genügend kurzfristige Beweglichkeit der Wechselkurse ermöglichen, um viele Zahlungsbilanzstörungen ohne Beeinträchtigung des Außenhandels und der internationalen Kapitalbewegung aufzufangen. Das vorgeschlagene System müßte nicht ausnahmslos für alle Länder gelten. Manchen Ländern könnte zugestanden werden, ihre Währung fest an die Währung eines anderen Landes zu binden, oder es könnten ganze Gruppen von Ländern vereinbaren, die Austauschrelationen zwischen ihren Währungen zu fixieren.

Als zweite Änderung empfehlen wir, Paritätsänderungen nach eigenem Ermessen der betreffenden Länder zuzulassen, soweit sie 1 oder 2 % der Vorjahrparität nicht übersteigen. Diese Regelung erscheint zunächst weniger liberal als die gegenwärtigen Vorschriften, die Änderungen bis zu 10 % ohne vorherige Genehmigung durch den Internationalen Währungsfonds gestatten. Da aber die jetzt erlaubten Änderungen nicht auf Basis der Vorjahrkapazität ausgedrückt sind, sondern auf Basis der ursprünglich vereinbarten Paritäten, die in vielen Fällen heute völlig überholt sind, würde unser Vorschlag in Wirklichkeit eine Erleichterung gegenüber den gegenwärtigen Regeln bedeuten.

Unsere beiden Vorschläge - die Bandbreiten zwischen den Interventionspunkten zu erweitern und allmähliche Anpassungen der Paritäten zu gestatten - gehen nicht über das hinaus, was die meisten Befürworter der Vereinbarungen von Bretton Woods beabsichtigen. Die Notwendigkeit einer begrenzten Flexibilität der Wechselkurse wurde damals allgemein anerkannt, doch hat sich gezeigt, daß die Bestimmungen in der Form, wie sie formuliert wurden, nicht praktikabel sind und aus diesem Grunde auch dann nicht angewendet wurden, wenn die Wechselkurse eines Landes eindeutig unrealistisch geworden waren.

Die Unterzeichneten haben sich nun entschlossen, mit den oben erläuterten Reformvorschlägen an die Öffentlichkeit zu treten. Wenn wir auch verschiedener Meinung darüber sind, was wir im einzelnen als die idealen Regelungen und Institutionen ansehen, sind wir uns doch darüber einig, daß die von uns vorgeschlagenen Änderungen eine bedeutende Verbesserung im Vergleich zu der gegenwärtigen Lage wären. Größere Flexibilität der Wechselkurse im Sinne unserer Vorschläge würde nach unserer Ansicht wesentlich dazu beitragen, das Problem des Ausgleichs zukünftiger Zahlungsbilanzgleichgewichte zu lösen. Einige von uns sind überdies der Meinung, daß erhöhte Flexibilität der Wechselkurse auch den Bedarf an Währungsreserven vermindern und auf diese Weise dazu beitragen würde, das Problem der internationalen Liquidität aus der Welt zu schaffen.

Die von uns vorgeschlagenen Änderungen sollen dem langfristigen Problem der Vermeidung zukünftiger Zahlungsbilanzungleichgewichte der Industrieländer dienen. Sie eignen sich nicht für die Beseitigung größerer Ungleichgewichte, die bereits bestehen, und ebensowenig für die Probleme vieler Entwicklungsländer, die den Einsatz stärker wirkender Mittel erfordern.

Wilhelm Bauer (Essen), Richard E. Caves (Harvard), Alan C. L. Day (London School of Economics), William Fellner (Yale), Milton Friedman (Chicago), Herbert Giersch (Saarbrücken), Gottfried Haberler (Harvard), L. Albert Hahn (Paris), George N. Halm (Tufts University, Medford), Alvin H. Hansen (Harvard), Arnold C. Harberger (Chicago), Hendrik S. Houthakker (Harvard), Bertrand de Jouvenel (Paris), Harry G. Johnson (Chicago), Friedrich A. Lutz (Zürich), Fritz Machlup (Princeton), James E. Meade (Cambridge), Allan H. Meltzer (Carnegie Institute of Technology, Pittsburgh), Lloyd A. Metzler (Chicago), Fritz W. Meyer (Bonn), Tibor Scitovsky (California und Harvard), Arthur Smithies (Harvard), Egon Sohmen (Saarbrücken), Ingvar Svennilson (Stockholm), Jan Tinbergen (Den Haag), Jaroslav Vanek (Cornell University, Ithaca, N. Y.), Michel Woitrin (Louvain).

Am 30. Juni 1969 übergab die "Bürgenstock-Konferenz" folgende Presseerklärung der Öffentlichkeit:

## II

Am 30. Juni 1969 übergab die "Bürgenstock-Konferenz" folgende Presseerklärung der Öffentlichkeit:

A group of 38 experts in international finance has just completed a week of meetings at Burgenstock, near Lucerne in Switzerland. Twenty officials of banking and business firms and eighteen academic economists from ten different countries have been reviewing proposals for increasing flexibility in exchange rates. Various methods by which countries could adjust the parities of their currencies in terms of the US dollar were considered, as well as possibilities for widening the range of permissible fluctuation in the market rates of these currencies.

The group did not include any officials of governments or central banks. Since all members participated as individuals, a list indicating only names and nationalities is attached. No detailed statement of recommendations is planned. The group anticipates that various papers prepared by its members will be published later in the year, following revisions to be made by the authors in the light of the past week's discussion. In advance of the publication of these papers, the group has authorized release of the following summary of conclusions:

After reviewing the recent experience of the international monetary system, the participants recognized that structural changes in international supply and demand and in capital movements, as well as divergent rates of economic growth, differences in economic objectives and policies, and varying price and cost trends among nations would from time to time call for changes in the exchange rate of particular currencies. There was a consensus that such changes when appropriate should take place sooner, and thus generally be smaller and more frequent, than during the past two decades. Following their analysis of all of the current proposals for change, some participants pointed toward a need for greater readiness by countries to adjust the established parities of their currencies within the existing framework. A majority favored both widening the range (or "band") within which exchange rates may respond to market forces, and permitting a more continuous and gradual adjustment of parities. They stressed that such innovations should be so framed as to facilitate continued international economic cooperation while leaving individual countries or groups of countries free to adapt their own approach to their own individual circumstances.

Throughout, the participants had in mind the need for improvements which would facilitate balance of payments adjustment in ways consistent with the domestic objectives of governments and the elimination of many restrictions on trade, current payments, and capital movements.

Mr. Nils Astrom (Sweden), Prof. Francis M. Bator (United States), Mr. W. F. J. Batt (United Kingdom), Mr. James W. Bergford (United States), Mr. George H. Chittenden (United States), Prof. Richard N. Cooper (United States), Prof. William Fellner (United States), Prof. Herbert Giersch (West Germany), Dr. David L. Grove (United States), Mr. Pierre Haas (France), Prof. Gottfried Haberler (United States), Prof. George N. Halm (United States), Dr. Marius W. Holtrop (Netherlands), Mr. Tadashi Iino (Japan), Dr. Max Iklé (Switzerland), Prof. Harry G. Johnson (United Kingdom), Mr. David J. Jones (United States), Mr. Wolfgang Kasper (West Germany), Dr. Lawrence B. Krause (United States), Mr. Emil Kuster (United States), Prof. Erik Lundberg (Sweden), Prof. Friedrich A. Lutz (West Germany), Prof. Fritz Machlup (United States), Dr. Stephen Marris (United Kingdom), Dr. Donald B. Marsh (Canada), Prof. Antonio Mosconi (Italy), Prof. Robert A. Mundell (Canada), Mr. Peter M. Oppenheimer (United Kingdom), Mr. G. Pelli (Switzerland), Mr. Edwin A. Reichers (United States), Dr. Paolo N. Rogers (Italy), Dr. Robert W. Roosa (United States), Prof. David W. Slater (Canada), Prof. Egon Sohmen (West Germany), Dr. Merlyn N. Trued (United States), Mr. C. M. van Vlierden (United States), Mr. John H. Watts (United States), Prof. Thomas D. Willett (United States).